

## 中科曙光 (603019.SH)

## 业绩符合预期，发布国内最大 AI4S 计算集群

公司发布 25 年报，业绩符合预期。公司坚持在智能算力、先进存力、绿色算力等领域加大研发投入，推动技术创新和产品升级。4 月 14 日，公司发布国内最大 AI4S 计算集群，6 万张国产卡铸就算力底座，性能达到国际先进水平。联营企业海光信息业绩持续高增，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 公司发布 25 年报，业绩符合预期。公司 25 年实现营业收入 149.64 亿元，YoY+13.81%；实现归母净利润 21.76 亿元，YoY+13.87%；实现扣非归母净利润 18.38 亿元，YoY+33.97%；实现经营性净现金流 13.13 亿元，YoY-51.75%。25Q4 单季度实现营业收入 61.43 亿元，YoY+20.31%；实现归母净利润 12.10 亿元，YoY+6.00%；实现扣非归母净利润 10.80 亿元，YoY+16.59%。报告期内公司通过持续优化产品结构、为客户提供多样化、高质量的解决方案，不断提升运营效率，保持经营业绩增长。截至 25 年末，公司存货余额 35.33 亿元，为公司 26 年经营提供保障。

□ 毛利率提升，研发投入增加。报告期内公司毛利率 30.58%，较去年同期增长 1.42 个百分点，单四季度公司毛利率 39.38%，较去年同期增长 6.52 个百分点。报告期内公司销售/管理/研发费用率分别为 4.70%/2.52%/11.17%，同比分别变动-1.18/-0.16/+1.34 个百分点。公司坚持在智能算力、先进存力、绿色算力等领域加大研发投入，推动技术创新和产品升级，在算力领域，推出超节点 ScaleX640 与万卡 AI 超集群，在先进存力领域，持续突破技术瓶颈，提高存储性能，在绿色算力领域，优化液冷技术，提升产品性能和能效。

□ 联营企业海光信息业绩持续高增。报告期内公司投资净收益 6.83 亿元，同比增加 21.22%，公司沿产业链布局的海光信息、中科星图、曙光数创等多项优质资产获得了良好的投资回报。联营企业海光信息 25 年实现营收 143.77 亿元，同比增长 56.92%；归母净利润 25.45 亿元，同比增长 31.79%；扣非净利润 23.05 亿元，同比增长 26.92%，业绩增长主要源于国产高性能计算与 AI 服务器市场对海光 CPU、DCU 产品的强劲需求，叠加国产替代加速背景下客户结构持续优化。

□ 6 万张国产卡铸就算力底座，国内最大 AI4S 计算集群发布。4 月 14 日，中科曙光发布国内迄今规模最大的 AI4S 计算集群，并在位于郑州的国家超算互联网核心节点投入使用。该集群由 6 万张国产加速卡构成，标志着我国在 AI4S 算力底座领域迈出关键一步。中科曙光全栈自研，打破海外技术垄断，集群包含 6 款自研核心芯片，整体达到国际先进水平，显著提振国产 AI 芯片供应链信心。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到 AI 算力集群交付存在一定不确定性，调整公司 26 至 28 年营收至 180.31、210.42、240.51 亿元，归母净利润至 26.68、31.65、36.96 亿元，对应 PE 分别为 48.4、40.8、35.0 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：AI 业务发展低于预期；行业竞争加剧。

## 财务数据与估值

## 强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/计算机

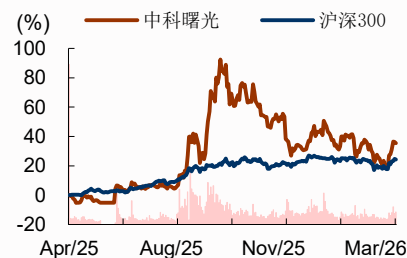
当前股价：88.29 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	1463
已上市流通股 (百万股)	1463
总市值 (十亿元)	129.2
流通市值 (十亿元)	129.1
每股净资产 (MRQ)	15.2
ROE (TTM)	9.8
资产负债率	43.7%
主要股东 北京中科算源资产管理有限	
主要股东持股比例	14.68%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-16	35
相对表现	-2	-18	11



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《中科曙光 (603019) — 智算集群新产品发布，支撑前沿大模型持续创新》2025-11-10
- 《中科曙光 (603019) —— 业绩符合预期，海光信息业绩持续高增》2025-10-31
- 《中科曙光 (603019) —— 业绩符合预期，构建芯片到算力服务全栈能力》2025-08-29

刘玉萍 S1090518120002

liuyuping@cmschina.com.cn

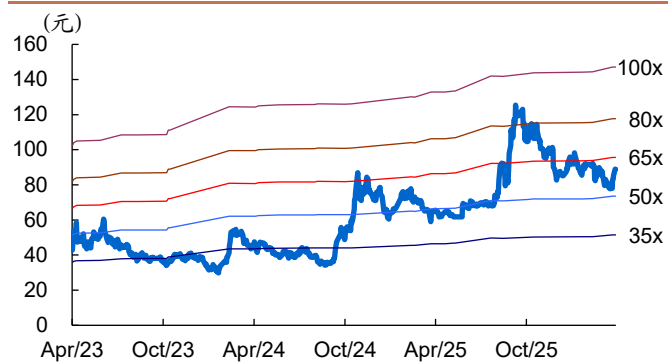
周翔宇 S1090518050001

zhouxiangyu@cmschina.com.cn

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	13148	14964	18031	21042	24051
同比增长	-8%	14%	21%	17%	14%
营业利润(百万元)	2287	2494	3061	3627	4226
同比增长	5%	9%	23%	19%	17%
归母净利润(百万元)	1911	2176	2668	3165	3696
同比增长	4%	14%	23%	19%	17%
每股收益(元)	1.31	1.49	1.82	2.16	2.53
PE	67.6	59.4	48.4	40.8	35.0
PB	6.3	5.8	5.3	4.8	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中科曙光历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中科曙光历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	13987	15362	17202	20433	23960
现金	6517	6226	6194	7587	9277
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	75	92	111	129	148
应收款项	2268	2755	3320	3875	4429
其它应收款	59	199	239	279	319
存货	3859	3533	4257	4967	5678
其他	1208	2557	3081	3596	4110
<b>非流动资产</b>	22631	25592	25593	25590	25582
长期股权投资	7559	8967	8967	8967	8967
固定资产	2854	3304	3701	4052	4363
无形资产商誉	4159	3781	3403	3063	2757
其他	8059	9540	9522	9508	9496
<b>资产总计</b>	<b>36617</b>	<b>40954</b>	<b>42796</b>	<b>46023</b>	<b>49542</b>
<b>流动负债</b>	5586	8376	8129	9019	9824
短期借款	22	846	50	50	50
应付账款	3228	4609	5005	5549	6009
预收账款	954	1283	1546	1804	2062
其他	1382	1638	1528	1616	1703
<b>长期负债</b>	9704	9509	9509	9509	9509
长期借款	98	87	87	87	87
其他	9606	9422	9422	9422	9422
<b>负债合计</b>	<b>15291</b>	<b>17885</b>	<b>17638</b>	<b>18527</b>	<b>19332</b>
股本	1463	1463	1463	1463	1463
资本公积金	11127	11270	11270	11270	11270
留存收益	7812	9500	11612	13977	16723
少数股东权益	925	836	813	786	754
归属于母公司所有者权益	20402	22233	24345	26710	29456
<b>负债及权益合计</b>	<b>36617</b>	<b>40954</b>	<b>42796</b>	<b>46023</b>	<b>49542</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	2722	1313	1093	1543	1733
净利润	1993	2158	2645	3138	3664
折旧摊销	850	858	781	786	790
财务费用	50	23	(40)	(50)	(60)
投资收益	(563)	(683)	(1169)	(1383)	(1630)
营运资金变动	402	(984)	(1124)	(949)	(1032)
其它	(11)	(58)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1320)	(1194)	386	600	847
资本支出	(860)	(917)	(783)	(783)	(783)
其他投资	(461)	(276)	1169	1383	1630
<b>筹资活动现金流</b>	(2257)	(233)	(1511)	(750)	(890)
借款变动	(5772)	133	(995)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	89	143	0	0	0
股利分配	(366)	(395)	(556)	(800)	(950)
其他	3792	(114)	40	50	60
<b>现金净增加额</b>	<b>(856)</b>	<b>(114)</b>	<b>(31)</b>	<b>1393</b>	<b>1690</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	13148	14964	18031	21042	24051
营业成本	9314	10387	12514	14603	16692
营业税金及附加	56	75	90	105	120
营业费用	773	703	865	1010	1154
管理费用	353	377	455	531	607
研发费用	1292	1671	2056	2399	2742
财务费用	(53)	(68)	(40)	(50)	(60)
资产减值损失	(232)	(310)	(200)	(200)	(200)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	544	303	350	400	450
投资收益	563	683	819	983	1180
<b>营业利润</b>	2287	2494	3061	3627	4226
营业外收入	15	10	10	10	10
营业外支出	11	18	20	20	20
<b>利润总额</b>	2291	2485	3051	3617	4216
所得税	297	328	406	479	552
少数股东损益	82	(19)	(23)	(27)	(32)
<b>归属于母公司净利润</b>	1911	2176	2668	3165	3696

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-8%	14%	21%	17%	14%
营业利润	5%	9%	23%	19%	17%
归母净利润	4%	14%	23%	19%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.2%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%
净利率	14.5%	14.5%	14.8%	15.0%	15.4%
ROE	9.8%	10.2%	11.5%	12.4%	13.2%
ROIC	8.3%	8.6%	10.0%	11.1%	11.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.8%	43.7%	41.2%	40.3%	39.0%
净负债比率	2.4%	2.8%	0.3%	0.3%	0.3%
流动比率	2.5	1.8	2.1	2.3	2.4
速动比率	1.8	1.4	1.6	1.7	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	2.6	2.8	3.2	3.2	3.1
应收账款周转率	5.2	5.8	5.7	5.7	5.6
应付账款周转率	3.5	2.7	2.6	2.8	2.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.31	1.49	1.82	2.16	2.53
每股经营净现金	1.86	0.90	0.75	1.05	1.18
每股净资产	13.94	15.20	16.64	18.26	20.13
每股股利	0.27	0.38	0.55	0.65	0.76
<b>估值比率</b>					
PE	67.6	59.4	48.4	40.8	35.0
PB	6.3	5.8	5.3	4.8	4.4
EV/EBITDA	55.3	51.3	37.2	32.4	28.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。